

FÖRVALTARKOMMENTAR

Avalons värde minskade 1,6 % i december medan SIX Return Index sjönk 2,7 %. Fondens innehav i Sleep Cycle och Embracer var de största positiva bidragsgivarna medan Bonesupport och Camurus hade störst negativ påverkan på avkastningen.

Genomsnittlig aktieexponering var 98 % under månaden. Fonden ägde vid månadens slut aktier i 28 bolag samt en indexexponering genom index-ETFer motsvarande 4 % av fonden.

Under månaden inkom ett bud på fondens innehav i Sleep Cycle. Lancelot anser att budet är opportunistiskt och väsentligt undervärderar Sleep Cycle¹. Fonden sålde ett par mindre innehav under månaden däribland Wallenstam, medan Swedbank är ett nytt innehav. Embracer flyttade under månaden från First North till Nasdaq OMX, vilket vi över tid bedömer kommer att vara positivt för aktien. Avalon går in i 2023 med en portfölj som vi bedömer har goda möjligheter att leverera bra avkastning jämfört med börsen. Efter ett svagt börsår där värderingen mellan bolagen på aktiemarknaden skiljer sig åt kraftigt, ser vi också bättre möjligheter än på länge att hitta nya undervärderade bolag att addera till portföljen.

Avalons värde minskade 28,8 % under 2022 jämfört med SIX Return som sjönk 22,8 %. Bonesupport och Camurus bidrog klart mest positivt till avkastningen under året, men även Nordea, Trelleborg och Photocore gav bra positiva bidrag. På den negativa sidan bidrog Bambuser och Embracer mest negativt till avkastningen följt av Thunderful Group, RVRC, och Lindab.

Skillnaden mot jämförelseindex kan till stor del förklaras av att stora bolag som grupp presterade betydligt bättre än små- och medelstora bolag mot vilka fonden är överviktad. Exempelvis sjönk OMXS 30 14 % medan Carnegie Small Cap Index sjönk 32 % och First North 25 sjönk hela 50 %. Många mindre bolag har fått se sina aktiekurser slaktade på börsen. I många fall skedde det på goda grunder, men även mindre besvikelser straffades mycket hårt i den osäkra börsmiljö som rådde under året. Utöver det var det flera små- och medelstora bolag med robusta affärsmodeller och relativt stark operationell utveckling som föll rejält under 2022, när investerare flydde från mindre likvida aktier till förmån för storbolag. En mindre, men inte obetydlig faktor, var att ett antal aktier som fonden inte investerar i på grund av hållbarhetsskäl gav ett ovanligt stort positivt bidrag till index under 2022 (t.ex. Swedish Match). Av de större sektorerna på Stockholmsbörsen presterade bankaktier bäst med en positiv totalavkastning inräknat utdelningar (oförändrat exklusive utdelningar), medan fastighetsindex sjönk över 40 %. De större industribolagen minskade som grupp i värde, men inklusive utdelningar var avkastningen ändå något bättre än index.

När vi förra året summerade 2021 nämnde vi tre faktorer som påverkade fondens relativa avkastning negativt och som vi trodde skulle ändras under 2022. Det första var den svaga utvecklingen för några av fondens hälsovårdsbolag

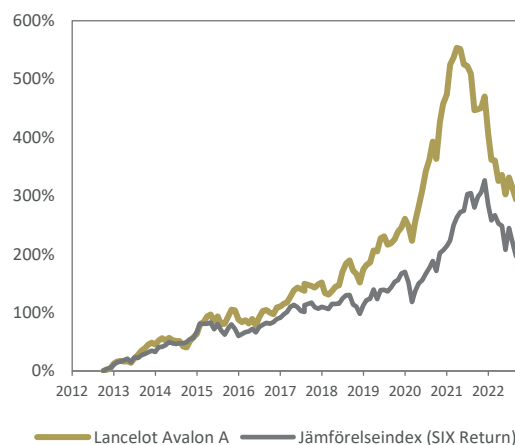
¹Se även följande externa länkar angående Sleep Cycle:

<https://www.di.se/nyheter/storagare-sagar-sleep-cycle-bud-undervarderar-bolaget-vasentligt/>

<https://www.di.se/analys/dags-att-agarna-i-sleep-cycle-vaknar/>

<https://investors.sleepcycle.com/en/investors/press-releases/2022/the-independent-members-of-the-board-of-directors-of-sleep-cycle-unanimously-recommend-the-shareholders-to-not-accept-the-public-cash-offer-by-velvet-cichlid/>

AVKASTNING EFTER AVGIFTER (AVALON A)



	Lancelot Avalon A	Jämförelseindex**
December 2022	-1,6 %	-2,7 %
År 2022	-28,8 %	-22,8 %
Sedan start*	305,7 %	229,3 %
Genomsnittlig årsavkastning*	14,8 %	12,4 %

*Fonden startade 2012-11-01 ** SIX Return Index

FONDFAKTA

Startdatum (A/B)	2012-11-01 / 2020-10-19
Riskenivå	6 av 7
SFDR	Artikel 8
Handel (A/B)	Månadsvis / Dagligen
Fast avgift (A/B)	1,0 % / 1,3 %
NAV per andel (2022-12-30)	35 148,28 SEK / 80,50 SEK
ISIN (A/B)	SE0004841195 / SE0014704805
Förvaltare	Erik Bertilsson (sedan 2017)
Rörlig avgift	20 % av den del av avkastningen som överstiger jämförelseindex. Beräknas individuellt i A och kollektivt i B. High watermark.
Jämförelseindex	SIX RX

framförallt Bonesupport och Camurus, det andra var multipelkontraktionen för fondens innehav inom dataspelssektorn och det tredje var de ohållbart höga värderingarna i många bolag som fonden inte ägde t.ex. serieförvärvare och fastighetsbolag. Vi går igenom hälsovårds- och dataspelsbolagen längre ner i detta brev, men kan konstatera att Bonesupport och Camurus återhämtade sig medan dataspelsbolagen fortsatte att falla till ännu lägre värderingsmultiplar än vid årets början. På börsen föll serieförvärvarna och fastighetsbolagen rejält under året i spåren av högre marknadsräntor. Avalon hade begränsad exponering mot dessa grupper av bolag. Fonden sålde t.ex. det enda fastighetsinnehav Genova i början av året, men köpte återigen fastighetsaktier i början av oktober. Många av de tillväxtaktier som utvecklades starkt under 2021 har även de fallit mycket det senaste året. I vissa av dessa bolag börjar värderingen närma sig intressanta nivåer igen, men är i de flesta fall fortfarande för hög för att erbjuda riktigt bra risk/reward.

När vi nu gått in i 2023 förefaller det som att börsen efter en stark återhämtning under hösten börjat prissätta en bättre makromiljö. Det skulle innebära att inflationen avtar relativt snabbt och tillåter centralbankerna att bli mindre åtstramande. Ekonomin försvagas visserligen men undviker en plågsam lågkonjunktur med hjälp av efterfrågan från ett Kina som lämnat pandeminrestriktionerna bakom sig. Det scenariot kan visserligen bli fallet, men i en stökig värld där politikernas beslut (allt från centralbankschefer till Vladimir Putin och Xi Jinping) påverkar ekonomin mer än den gjort på lång tid, är osäkerheten stor och antalet rimliga potentiella utfall många. Lika troligt är att Federal Reserve trots lägre inflation fortsätter att hålla räntorna höga och att det tillsammans med en lagerdriven nedgång i industrin fortsätter att påverka både bolagsvinster och kreditkvalitet till det negativa.

Vi bedömer det ändå som troligt att vi får se något lägre marknadsräntor under året, dock inte nödvändigtvis av positiva skäl. Många cykliska bolag kommer efter ett par starka år sannolikt att överraska negativt vad gäller orderingång och marginaler under 2023, vilket efter höstens kursuppgångar i många fall inte längre är inpriset i aktierna. Med det i åtanke investerar vi framförallt i bolag som klarar av att växa vinsten oberoende av konjunkturen eller där värderingen till stor del redan tagit höjd för sämre tider. Stora bolag utgjorde vid årskiftet ca 35 % av fonden och hälsovårdsektorn 45 %.

Hälsovårdssbolagen Bonesupport och Camurus återhämtade sig och steg 82 % respektive 68 % under 2022. Bolagen belönades till skillnad mot förra året för sina starka tillväxttal och i Bonesupports

fall även ett regulatoriskt godkännande i USA. Vi anser att dessa aktier fortfarande har potential att åtminstone dubblas på 3-5 års sikt och båda är stora innehav i fonden. Fondens övriga innehav i sektorn avkastade under 2022 bättre eller ungefär i linje med index, bortsett från Sedana och Q-linea som sjönk med 81 % respektive 90 % under året². Bortsett från de två sistnämnda innehaven där osäkerheten har ökat väsentligt under året (om än inte så illa som aktiekurserna antyder) har den underliggande utvecklingen i bolagen varit bra. Flera av bolagen kommer också att accelerera sin tillväxt under 2023 med hjälp av nya eller nyligen lanserade produkter (t.ex. Bonesupport, OssDsign, Photocure och Xbrane) och potentialen är i flera fall stor redan under första halvåret av 2023.

Dataspelsbolagen Embracer och Thunderful fortsatte falla under 2022 och multiplarna sjönk från 12x respektive 9x prognosen för nästa års rörelseresultat till 8x och 4x. Den svaga utvecklingen berodde delvis på en mindre nedgång i efterfrågan (framförallt för mobilspel) och svagt sentiment i sektorn, men var också till stor del självförvållad med dåliga kassaflöden (pga lagerupbyggnad och hög investeringstakt i nya projekt) och stundtals otidlig kommunikation till marknaden. Värderingarna för dessa två bolag är alldeles för låga både i absoluta tal och jämfört övriga bolag i sektorn, men båda har mycket att bevisa under det kommande året för att återfå marknadens förtroende.

Swedbank är ett nytt mindre innehav sedan början på månaden. Swedbank var före penningtvättsskandalen den mest lönsamma och högst värderade av de svenska bankerna. Sen dess har banken varit tvunget att spendera stora resurser på regelefterlevnad, vilket också tagit fokus från möjligheten att växa intäktsidan. Det har lett till att vinsten per aktie i princip har varit oförändrad sen 2018. Vår bedömning är att Swedbank inte kommer att behöva öka kostnaderna i samma utsträckning som tidigare, samtidigt som intäkterna fortsätter att stödjas av en ökande räntenivå. Ett större bötesbelopp väntar fortfarande, men kommer med stor sannolikhet vara positivt för marknaden då osäkerheten försvinner och fokus kan förflyttas till bankens vinsttillväxt och underliggande utdelningskapacitet, vilken är betydligt högre än dagens utdelningandel på 50 % antyder.

Bästa hälsningar,

Erik Bertilsson

²För mer information kring Sedana se månadsbrevet för april och för Q-linea månadsbrevet för oktober

HISTORISK AVKASTNING

	1 MÅN	3 MÅN	i ÅR	1 ÅR	3 ÅR	5 ÅR	SEDAN START
LANCELOT AVALON A	-1,6 %	3,2 %	-28,8 %	-28,8 %	17,3 %	63,4 %	305,7 %
LANCELOT AVALON B	-1,7 %	3,1 %	-29,0 %	-29,0 %	-	-	-19,5 %
SIX RX	-2,7 %	11,1 %	-22,8 %	-22,8 %	23,6 %	59,4 %	229,3 %

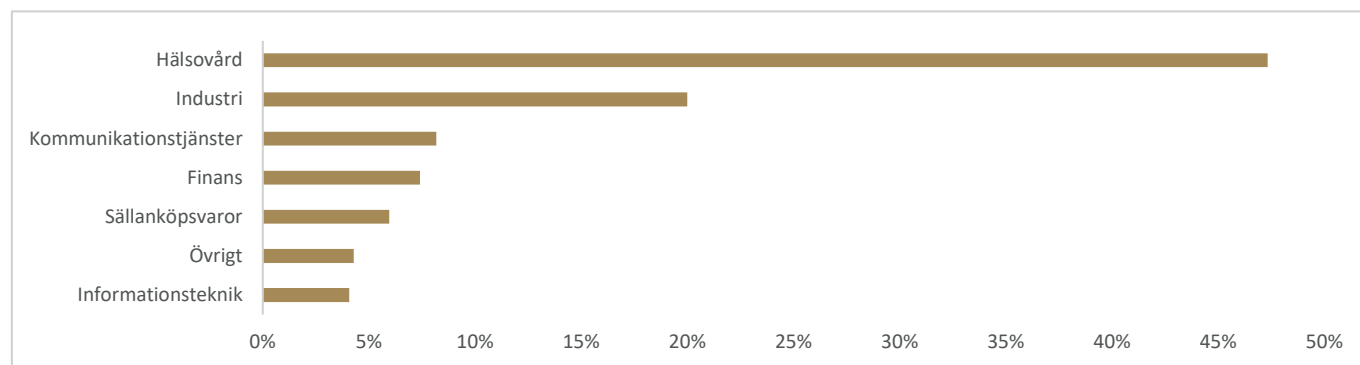
FEM STÖRSTA INNEHAV % (2022-09-30)

BOLAG	ANDEL
1. CAMURUS AB	16,4 %
2. BONESUPPORT	14,5 %
3. EMBRACER GROUP	9,8 %
4. VOLVO B	5,3 %
5. BACTIGUARD	5,2 %

NYCKELTAL*

	AVALON A	JMF-INDEX
STANDARDAVVIKELSE	21,4 %	22,2 %
TRACKING ERROR	13,1 %	
INFORMATIONSKVOT	-0,1	
KORRELATION MED JÄMFÖRELSEINDEX	0,8	
<i>*Beräknas på 3 år</i>		

BRANSCHFÖRDELNING



RISKINFORMATION

Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonder kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet. På grund av fondens sammansättning kan värdet variera kraftigt (riskklass 6). Alla avkastningssiffrorna är beräknade efter arvoden och ingen hänsyn har tagits till inflation. Jämförelseindex: SIX Return. Jämförelseindex är inklusive utdelningar. Avkastningssiffror gäller för specialfonden Lancelot Avalon A sedan starten den 1 november 2012 till och med den 31 december 2022. Fonden förvaltas sedan 2017 av Erik Bertilsson. För informationsbroschyr, fondfaktablad eller årsberättelse se www.lancelot.se eller ring oss på 08-440 53 80.